

卫星石化（002648）调研纪要

当前价格：46.21
 目标价格：48.4
 目标期限：6个月
 评级：中性

研究员：何筱微
 执业证书编号：S0910510120001
 电话：021-62448067
 Email: hexiaowei@casstock.com

研究支持：高高
 电话：021-62448089
 Email: gaogao@casstock.com

事件：

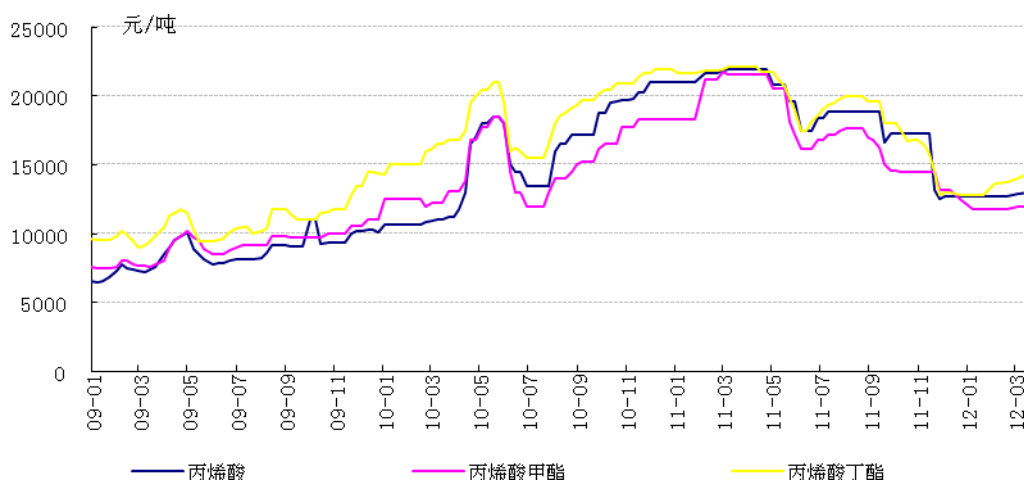
近日，我们到达公司总部与高管就公司的经营状况和未来规划进行了沟通，并参观了本部的丙烯酸及酯生产线。

分析和评论：

1、公司丙烯酸及酯生产经营情况

卫星石化现有 16 万吨丙烯酸和 12 万吨丙烯酸酯的生产能力。公司丙烯酸酯的客户主要有保立佳（服装建筑）、桐兴永和（铰链器），占到客户的 27%左右。公司与客户的订单方式是每年 12 月份谈定下一年的销量，但价格会随市价波动。今年以来丙烯酸及酯价格下滑幅度较大，2011 年行业丙烯酸均价是 19606 元/吨，丙烯酸丁酯的均价是 19284 元/吨，丙烯（韩国 FOB）价格是 1411 美元/吨，截止 5 月 4 日，丙烯酸、丙烯酸丁酯、丙烯（韩国 FOB）的价格分别是 12500 元/吨、14500 元/吨和 1365 美元/吨。公司的丙烯酸及酯产品 2011 年直接出口的比例是 12.7%，但由于下游厂家如纺织领域外销比例较大，实际上对海外经济依存的程度更大。公司在国内的直接订单较为稳定，外销的部分不确定性较大。目前，公司保有一周销量的安全库存水平，销售政策上较为积极。

图表 1：丙烯酸及酯价格跟踪



资料来源：隆众石化，航天证券研发部

2、SAP 生产线建设情况

公司募投项目建设 3 万吨 SAP 生产线的项目正处于打桩和中试阶段。公司凭借多年生产高分子乳液（丙烯酸聚合）的经验，对于生产 SAP 具有优势。凭借自主研发的技术，中试生产的 SAP 品质和国内厂家相比处于领先水平，接近日本触媒和三大雅的水平，定于生产纸尿裤，试用阶段逐渐获得恒安集团的认可。恒安集团一个月对 SAP 的需求量在几百吨的水平，而目前公司中试共能生产 500 吨左右。目前国内企业的 SAP 实际产量远低于规划产能，在生产连续性和品质稳定上都难以得到保障，公司认为国内同行的这种境况主要是由于技术跟不上。公司看重 SAP 的销售拓展，特别看重对 A 类客户的拓展，建立渠道和影响力。

图表 2：SAP 行业产能情况

	2010 年底产能	2011 年底产能	2012 年底产能
三大雅精细化学品（南通）有限公司	5.5	5.5+7	12.5
日本触媒化工（张家港）有限公司	3	3	3
台塑吸水树脂（宁波）有限公司	3	3	2
泉州邦丽达科技实业有限公司	2	2	2
浙江威龙高分子材料有限公司	1.5	1.5	1.5
卫星石化			3
上海华谊丙烯酸有限公司			2
合计	15	22	26

资料来源：招股说明书，航天证券研发部

根据招股说明书中的介绍，本项目在现有千吨级 SAP 试验装置建设和运营的基础上，运用自主研发技术设计制造年产 3 万吨的连续化生产装置，有助于进一步提高公司的综合竞争能力、巩固公司在 SAP 行业内的竞争优势。本项目总投资为 31,853 万元，其中建设投资 28,853 万元（包括固定资产投资 25,060.00 万元），流动资金 3,000 万元。本项目产品的销售价格根据未来市场情况确定，达产后年均可实现销售收入约 45,230.77 万元，税前利润约 12,860.11 万元，以所得税率 25% 计算，税后净利润约 9,645.08 万元。

3、聚龙石化 45 万吨丙烯项目建设情况及投资回收期评估

丙烯是生产丙烯酸的主要原料，收购卫星能源（原聚龙石化），拟建 45 万吨丙烯项目是公司向上游产业链拓展迈出的重要一步。公司花 1.37 亿收购卫星能源，主要包括 265 亩的土地（价值 7000 多万）以及环评、安评、人评的手续。卫星石化又新购置 420 亩土地，目前正在打桩。45 万吨的丙烯项目即使吨利润为 500 元，也能产生 2 个亿的净利润，若吨利润达到 1000 元，则项目投资额可在四年左右的时间回收。丙烯项目的原料丙烷预计主要从中东进口，虽然中东地区目前在大量扩建 PP 项目，但卫星石化通过调研认为美国通过开发国内的页岩油，对中东地区的丙烷依赖程度有所减少，且中东地区现在丙烷仍有相当部分直接燃烧掉，潜力依然较大，对于原料的来源不必过分担忧。公司在平湖地区的丙烯酸及酯项目预计投产是在 2014 年以后，主要是期待全球经济的复苏。

图表 3: 丙烯价格跟踪



资料来源: 隆众石化, 航天证券研发部

4、公司拥有良好的激励培训机制

公司董事长、总经理分别于 1968 年和 1964 年出生, 均为浙大 EMBA 结业, 拥有高级经济分析师支撑和丰富的化工生产经营检验。公司看重对员工的培养和激励。公司和嘉兴学院进行合作, 对员工开展学历教育, 目前员工在工作之余学习热情较大, 产学结合效果较好。公司开展师傅带徒弟的活动, 新员工技能水平提升较快。公司的工资水平和福利待遇具有较大的竞争力, 一线员工薪水每年有 30% 左右的涨幅。目前公司的核心员工较为稳定, 自行培养 2-3 年的操作工人在市场上具有较大的竞争力。

5、投资建议

公司向上下游产业链拓展, 将进一步加强公司的盈利能力和抵御风险的能力。但短期来看, 丙烯酸及酯的行业景气仍在下滑, 公司的优质难以抵御行业的命运。由于四月至今丙烯酸及酯的价格依旧处于下滑通道, 下游面临的挑战依然较大, 我们下调 4 月 6 日在年报点评中的盈利预测。按照 2 亿股本计算, 2012-2013 年 EPS 分别为 2.2 和 3.25 元, 按照当前的股价 46.61 元, PE 分别为 21.2 和 14.3 倍。公司预计上半年业绩同比下降的幅度为 0%-30%。

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com